Cập nhật Q3/2026: CTG

Lợi nhuận Q3 +29% và CTG dùng quý này để dựng lại đệm dự phòng; điểm nghẽn chuyển sang nguồn vốn và chỉ đạo giảm lãi suất cho vay

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (HOSE: CTG) · BCTC hợp nhất và riêng lẻ Q3/2026 (công bố 30/10/2026, không soát xét), BCTC 6T/2026 soát xét, BCTC kiểm toán 2018–2025, BCTN 2025, kho AAS · dữ liệu chốt 30/9/2026, giá 06/11/2026 · dự báo Q4/2026 và Q1/2027 · **Phát hành bởi AAS Research**

LNTT Q3/2026	NIM Q3/2026	NỢ XẤU · BAO PHỦ	LDR TT22 · TT50	ROE Q3 (×4)	LNTT 2026 DỰ BÁO
13.689 tỷ đồng · **+29,0%** y/y · 9T +34%	**3,08%** Q2: 2,95% · CP vốn 4,40%	**1,20%** bao phủ 160% (30/6: 134%)	**84,7%** TT50 100% · riêng lẻ, AAS tính	**21,4%** CIR 25,1% · VCSH/TS 7,0%	**53,3** nghìn tỷ · +23%

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	LNTT Q4/26F · Q1/27F	GIÁ · GIÁ TRỊ HỢP LÝ	BIÊN AN TOÀN	P/B · P/E
MUA	**13,7 · 14,3**	**31,9 · 47,7**	**33%**	**1,20x · 5,8x**

Q3/2026 trả lời được hai lo ngại chính của báo cáo 12/10: nợ xấu mới hình thành gần như dừng (707 tỷ) và bao phủ hồi lên 160%; NIM tiếp tục tăng dù chi phí vốn tăng 0,5 điểm. **Ba điểm mới cần theo dõi:** (1) LDR theo Thông tư 22 ≈ 84,7%, sát trần, khi tiền gửi của TCTD, giấy tờ có giá và Kho bạc cùng giảm; (2) chỉ đạo giảm lãi suất làm NII Q4 mất ≈ 549 tỷ vì tài sản định lại nhanh hơn nợ; (3) nhóm 2 +18% trong quý và nhóm 5 chưa được xử lý. **Hành động:** giữ MUA tỷ trọng vừa phải, mua thêm dưới 35,8 nghìn đồng; hạ tỷ trọng nếu nhóm 2 tăng tiếp và chuyển thành nợ xấu, hoặc CTG phải giảm tốc tín dụng vì LDR.

KẾT LUẬN

LNTT 2026F ≈ 53,3 nghìn tỷ (+23%; dải 80% 50,2–59,7), đã trừ tác động chỉ đạo giảm lãi suất, chưa gồm lãi chuyển nhượng VietinBank Tower. Giá 31,9 nghìn đồng ứng với P/B 1,20x và P/E 5,8x; giá trị hợp lý cơ sở 47,7 nghìn đồng (kịch bản 34,9–66,3).

Giá hàm ý ROE bền vững chỉ ≈ 14%, thấp hơn nhiều mức 17–21% của 2023–2026. Kiểm tra sức chịu đựng (mất 20% phải thu bên ngoài ước tính) làm VCSH giảm 2,6%. Tỷ trọng vừa phải vì vốn tự có mỏng và nguồn vốn đã chạm trần.

LỢI NHUẬN

53,3 nghìn tỷ

- NIM Q3 3,08%, CIR 25%
- Q4 13,7 · Q1/27 14,3 nghìn tỷ
- CV 9736: −549 tỷ NII Q4

TÀI SẢN, NGUỒN VỐN

bao phủ 160%

- nhóm 2 1,08% (+18% trong Q3)
- phải thu 41,2 nghìn tỷ, chưa thuyết minh
- LDR TT22 ≈ 84,7%

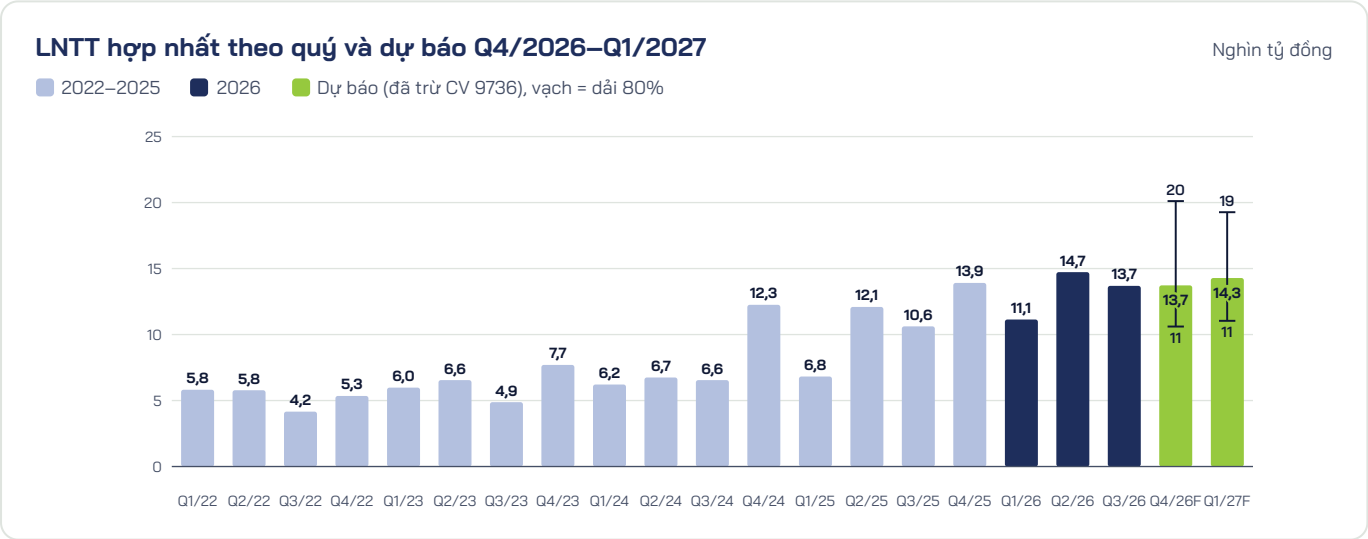
ĐỊNH GIÁ

47,7 nghìn đồng

- P/B 1,20x · z −1,5
- P/E 5,8x · z −2,4
- biên an toàn 33%

A Tóm tắt điều hành: Q3 vượt dự báo nhờ NIM, đệm dự phòng được dựng lại; nguồn vốn và chỉ đạo giảm lãi suất là rủi ro mới cho Q4

- **LNTT Q3/2026 13.689 tỷ (+29% so cùng kỳ, −7% so Q2)**; 9T 39.557 tỷ (+34%). Dự báo cũ cho Q3 là 13.382 tỷ: thực tế cao hơn 2,3%, nằm trong dải 80%.
- **NIM Q3 3,08%** (Q2: 2,95%, Q3/25: 2,66%): lợi suất TSSL +0,59 điểm trong quý, nhanh hơn chi phí vốn (+0,51 điểm). Thu nhập lãi thuần +27%.
- **Dự phòng Q3 7.780 tỷ nhưng gần như không xóa nợ** → bao phủ tăng từ 134% lên 160%; nợ xấu 1,20% không đổi, nợ xấu mới hình thành Q3 chỉ 707 tỷ. Nhóm 2 tăng 18% trong quý lên 1,08% dư nợ.
- **Nguồn vốn chật hơn:** tiền gửi KH +53,5 nghìn tỷ trong Q3, nhưng tiền gửi của TCTD −40,6, giấy tờ có giá −19,9, Kho bạc −11,2 nghìn tỷ. LDR riêng lẻ TT22 ≈ 84,7% (30/6: 82,6%), sát trần 85%.
- **Chỉ đạo giảm lãi suất (CV 9736):** tài sản định lại trong 12 tháng nhiều hơn nợ 52,5 nghìn tỷ (30/6: −19,8), nên giảm lãi suất cho vay tác động nhanh. AAS trừ 549 tỷ NII Q4 (NIM −8 điểm cơ bản), 2,3 nghìn tỷ trong 12 tháng.
- **Dự báo:** LNTT Q4/26 13.728 tỷ (−1% so Q4/25 có dự phòng rất thấp), Q1/27 14.282 tỷ; 2026 ≈ 53,3 nghìn tỷ (+23%, dải 80% 50,2–59,7); LNST cổ đông mẹ ≈ 42,4 nghìn tỷ. Chưa gồm lãi chuyển nhượng VietinBank Tower.
- **Thu nhập khác gộp 8.170 tỷ, chi phí khác 5.058 tỷ trong Q3**, có thu thanh lý TSCĐ 2.523 tỷ; lãi thuần chỉ 3.112 tỷ. BCTC quý không thuyết minh: AAS nêu giả thuyết, không kết luận.
- **MUA, tỷ trọng vừa phải. Giá trị hợp lý 47,7 nghìn đồng, biên an toàn 33%.** P/B 1,20x (z −1,51), P/E 5,8x (z −2,36). Giữ tỷ trọng vừa phải vì CAR ≈ 10% và LDR sát trần.



Nguồn: kho AAS (BCTC quý), AAS dự báo. Dải 80% từ sai số chạy lại dự báo 2021Q1–2026Q3.

Hậu kiểm dự báo Q3/2026 lập ngày 12/10

Q3/2026 (tỷ đồng)	Dự báo 12/10	Thực tế	Chênh	%
TSSL bình quân	2.873.757	2.832.253	−41.504	−1,4%
NIM (%)	2,79	3,08	+0,29	
Thu nhập lãi thuần	20.067	21.816	+1.749	+8,7%
Thu nhập ngoài lãi	5.522	6.838	+1.316	+23,8%
Chi phí hoạt động	6.967	7.185	+218	+3,1%
LN trước dự phòng	18.622	21.469	+2.847	+15,3%
Dự phòng	6.453	7.780	+1.327	+20,6%

Q3/2026 (tỷ đồng)	Dự báo 12/10	Thực tế	Chênh	%
LNTT — cấu phần S2	12.169	13.689	+1.520	+12,5%
LNTT — dự báo cơ sở (trộn 25/75)	**13.382**	**13.689**	**+307**	**+2,3%**
Dải 80% đã công bố	10.438–19.484	trong dải		

Nguồn: AAS. Dự báo cơ sở = 25% cấu phần S2 + 75% trung vị thống kê. Cấu phần dự báo thấp hơn thực tế ở cả thu nhập (NIM, thu nhập ngoài lãi) lẫn dự phòng; hai chiều bù nhau.

Chỉ báo đặt ra ngày 12/10	Ngưỡng	Kết quả Q3/2026	Đánh giá
Nợ xấu mới hình thành Q3	> 10,4 nghìn tỷ/quý hoặc bao phủ < 110%	707 tỷ; bao phủ 160%	Tốt hơn kỳ vọng
Phải thu bên ngoài	tăng tiếp, không thuyết minh → hạ tỷ trọng	tổng các khoản phải thu 48,1 → 41,2 nghìn tỷ; BCTC quý không thuyết minh chi tiết	Giảm, chưa đủ dữ liệu về bản chất
Chi phí vốn	tăng > 0,3 điểm → NIM giảm trước	chi phí vốn 3,89% → 4,40% (+0,51); NIM vẫn 2,95% → 3,08%	Ngưỡng bị vượt nhưng NIM không giảm: lợi suất tăng nhanh hơn
VietinBank Tower	ngày ký, giá, hạch toán	chưa có công bố; thu thanh lý TSCĐ Q3 2.523 tỷ chưa thuyết minh	Chưa đủ dữ liệu
Cổ tức cổ phiếu ~20,87%	phê duyệt, phát hành	vốn điều lệ 30/9 vẫn 77.669 tỷ	Chưa phát hành

Nguồn: báo cáo AAS ngày 12/10/2026 (mục F), BCTC Q3/2026; AAS đánh giá.

1 Mô hình kinh doanh: ngân hàng quốc doanh cho vay doanh nghiệp là chính, chi phí thấp nhất nhóm, nguồn vốn dựa vào tiền gửi có kỳ hạn, TCTD và Kho bạc

NGUỒN VỐN 30/9/2026

Tiền gửi khách hàng
1.944
không kỳ hạn 22,7% · +8,4% trong 9T

Tiền gửi, vay TCTD khác
433
tiền gửi của TCTD 410, 75% không kỳ hạn

Kho bạc, NHNN
173
Kho bạc 173; vay NHNN gần như trả hết

Giấy tờ có giá
123
chứng chỉ tiền gửi 70 · trái phiếu ≥ 5 năm 53

Vốn chủ sở hữu
207,5
VCSH / tổng tài sản 7,0%

→

CHUYỂN HÓA

VietinBank (ngân hàng mẹ)
2.918
tổng tài sản riêng lẻ; LNTT 9T 38.321 tỷ (97% hợp nhất)

Công ty con, liên doanh
5,8
giá gốc: CTS 75,6% · VBI 73,4% · cho thuê tài chính, quản lý nợ, vàng bạc, quản lý quỹ, chuyển tiền, VietinBank Lào 100% · Indovina 50%

Mạng lưới
155 CN · 817 PGD
24.277 nhân viên (30/9/2026)

→

SỬ DỤNG VỐN

Cho vay khách hàng
2.141
ngắn hạn 61% · dài hạn 32%

Liên ngân hàng
532
tiền gửi tại TCTD khác 511

Chứng khoán đầu tư
207
TPCP 107 · giấy tờ TCTD 98

Tài sản Có khác
65,9
các khoản phải thu 41,2 · lãi phải thu 21,0

→

100 ĐỒNG THU NHẬP 9T/26

Chi phí hoạt động	24,7
Dự phòng rủi ro	25,9
Thuế TNDN	9,9
LNST	39,4

Tổng thu nhập hoạt động 9T: 80.140 tỷ; lãi thuần 77 đồng, dịch vụ 8 đồng, hoạt động khác (thu nợ đã xử lý là chính) 10 đồng. Chi phí hoạt động 25 đồng, dự phòng 26 đồng.

Nguồn: BCTC hợp nhất và riêng lẻ Q3/2026, BCTN 2025; AAS tổng hợp.

- **Thu nhập:** lãi thuần chiếm 77% tổng thu nhập 9T; cho vay khách hàng tạo 85% thu nhập lãi.
- **Chi phí:** chi phí hoạt động 25% thu nhập (CIR 9T); phòng giao dịch còn 817, nhân viên hợp nhất 24.277.
- **Nguồn vốn:** tiền gửi không kỳ hạn 22,7% tiền gửi KH; CTG bù bằng tiền gửi của TCTD (410 nghìn tỷ) và Kho bạc (173 nghìn tỷ). Cả hai nguồn này giảm trong Q3.
- **Ngân hàng mẹ chiếm 97% LNTT hợp nhất 9T** (riêng lẻ 38.321 tỷ, +39%; đạt 90% kế hoạch LNTT riêng lẻ quy đổi ≈ 42,6 nghìn tỷ).

B Bảng chỉ tiêu: LNTT Q3 +29%, thu nhập lãi thuần +27%, dự phòng +33%

Tỷ đồng	Q3/2026	Q2/2026	Q3/2025	9T/2026	9T/2025	so quý trước	so cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	21.816	20.730	17.176	61.931	48.494	+5,2%	+27,0%
Thu nhập ngoài lãi	6.838	5.654	5.324	18.209	15.377	+20,9%	+28,4%
Tổng thu nhập hoạt động	28.654	26.385	22.500	80.140	63.870	+8,6%	+27,4%
Chi phí hoạt động	7.185	6.356	6.022	19.802	17.388	+13,1%	+19,3%
LN trước dự phòng	21.469	20.029	16.478	60.338	46.482	+7,2%	+30,3%
Chi phí dự phòng	7.780	5.300	5.863	20.781	16.947	+46,8%	+32,7%
LNTT	**13.689**	**14.729**	**10.614**	**39.557**	**29.535**	**−7,1%**	**+29,0%**
LNST	10.871	11.783	8.512	31.615	23.764	−7,7%	+27,7%
LNST cổ đông mẹ	10.835	11.740	8.449	31.492	23.538	−7,7%	+28,2%

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 (có cột quý) và kho AAS; LNTT Q3 13.689 tỷ, 9T 39.557 tỷ khớp BCTC.

Tỷ lệ (%)	Q3/2026	Q2/2026	Q3/2025
NIM (TSSL bình quân, ×4)	**3,08**	**2,95**	**2,66**
Lợi suất TSSL	7,26	6,67	5,73
Chi phí vốn	4,40	3,89	3,18
Lợi suất cho vay	8,42	7,88	6,51
Chi phí tiền gửi KH	5,57	4,95	3,81
CIR	25,08	24,09	26,76
Chi phí tín dụng (×4)	1,47	1,03	1,21
Nợ xấu mới hình thành (×4)	0,13	2,06	−0,44
ROA (×4)	1,47	1,60	1,27
ROE cổ đông mẹ (×4)	21,40	24,31	20,39

Tỷ lệ (%)	30/9/2026	30/6/2026	31/12/2025	30/9/2025
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1,08	0,93	0,87	1,08
Tỷ lệ nợ xấu	1,20	1,20	1,10	1,09
Bao phủ nợ xấu	160,40	133,95	158,83	176,48

Tỷ lệ (%)	30/9/2026	30/6/2026	31/12/2025	30/9/2025
CASA/tiền gửi KH	22,67	22,72	24,84	24,36
Cho vay/tiền gửi KH (thô)	110,14	110,68	111,07	112,11
Lãi phải thu/dư nợ	0,98	0,93	0,86	0,82
VCSH/tổng tài sản	7,03	6,76	6,49	6,15

Nguồn: AAS tính. NIM, lợi suất trên tài sản sinh lời bình quân theo bảng kỳ định lại lãi suất; chi phí vốn trên nợ chịu lãi bình quân; số quý nhân 4.

2 Tín dụng: dư nợ +2,3% trong Q3, +7,5% từ đầu năm; quý này tài sản không tăng, CTG chuyển vốn liên ngân hàng sang cho vay

Cho vay khách hàng (tỷ đồng)	30/9/2026	30/6/2026	31/12/2025	Tăng 9T	Tỷ trọng
Cho vay các tổ chức kinh tế, cá nhân trong nước	2.089.322	2.048.567	1.954.511	+6,9%	97,6%
Cho vay đối với các tổ chức, cá nhân nước ngoài	44.209	36.532	30.304	+45,9%	2,1%
Cho thuê tài chính	5.656	5.439	5.004	+13,0%	0,3%
Cho vay bằng vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	1.494	1.571	1.664	−10,2%	0,1%
Cho vay chiết khấu công cụ chuyển nhượng và các giấy tờ có giá	472	490	625	−24,4%	0,0%
Các khoản trả thay khách hàng	304	110	137	+122,6%	0,0%
Tổng	**2.141.458**	**2.092.708**	**1.992.273**	**+7,5%**	**100%**
Thời hạn: Nợ ngắn hạn (Đến 1 năm)	1.314.701	1.308.635	1.232.479	+6,7%	61,4%
Thời hạn: Nợ trung hạn (Từ 1 tới 5 năm)	132.883	128.066	129.395	+2,7%	6,2%
Thời hạn: Nợ dài hạn (Trên 5 năm)	693.874	656.007	630.398	+10,1%	32,4%

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM7; cột 30/6/2026 từ BCTC soát xét 6T.

Thay đổi tài sản Q3/2026	Tỷ đồng
Cho vay khách hàng (gộp)	48.750
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	−21.582
Chứng khoán đầu tư	−20.398
Tài sản Có khác	−5.354
Tiền gửi NHNN, tiền mặt	−5.196
Tổng tài sản	**−10.159**

Thay đổi nguồn vốn Q3/2026	Tỷ đồng
Tiền gửi khách hàng	53.491
Tiền gửi, vay TCTD khác	−39.073
Kho bạc, NHNN	−21.308
Giấy tờ có giá	−19.903
Vốn chủ sở hữu	7.251
Nợ khác và khác	9.382

Nguồn: BCĐKT hợp nhất 30/9/2026 và 30/6/2026; AAS tính.

Dư nợ tăng 49 nghìn tỷ trong Q3, cho vay nước ngoài tăng mạnh từ nền nhỏ. Tổng tài sản giảm 10 nghìn tỷ: chứng khoán giữ đến đáo hạn của TCTD giảm từ 50 xuống 39 nghìn tỷ và phải thu giảm 6,9 nghìn tỷ, đủ tài trợ cho tín dụng mới. BCTC quý không có cơ cấu dư nợ theo ngành và loại khách hàng.

3 Nguồn vốn: tiền gửi KH tăng nhưng TCTD, Kho bạc, giấy tờ có giá rút ra; LDR TT22 84,7% sát trần 85%

Nguồn vốn chịu lãi (tỷ đồng)	30/9/2026	30/6/2026	31/12/2025	Thay đổi Q3	Tỷ trọng 30/9
Tiền gửi KH không kỳ hạn	440.840	429.532	445.509	+11.308	16,5%
Tiền gửi KH có kỳ hạn	1.489.747	1.446.501	1.335.632	+43.245	55,7%
Tiền gửi KH ký quỹ, vốn chuyên dùng	13.714	14.776	12.591	−1.062	0,5%
Tiền gửi của TCTD khác	409.775	450.328	399.559	−40.553	15,3%
Vay TCTD khác	23.670	22.190	18.166	+1.480	0,9%
Tiền gửi Kho bạc Nhà nước	173.001	184.240	134.625	−11.239	6,5%
Vay NHNN, repo Kho bạc	262	10.331	9.967	−10.068	0,0%
Chứng chỉ tiền gửi	70.366	87.269	120.530	−16.903	2,6%
Trái phiếu ghi sổ ≥ 5 năm	52.721	55.721	53.500	−3.000	2,0%

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM12–TM16, BCTC soát xét 6T/2026.

Chi phí lãi (tỷ đồng)	9T/2026	9T/2025	Tăng
Trả lãi tiền gửi	68.889	46.621	+47,8%
Trả lãi tiền vay	1.829	1.164	+57,1%
Trả lãi giấy tờ có giá	6.998	7.886	−11,3%
Chi phí tín dụng khác	356	386	−7,7%
Tổng chi phí lãi	**78.072**	**56.057**	**+39,3%**

Kỳ định lại 30/9/2026 (tỷ đồng)	Không chịu lãi	Quá hạn	≤ 1 tháng	1–3 tháng	3–12 tháng	> 1 năm	Tổng
Tổng tài sản	95.347	49.054	1.069.793	690.645	930.121	158.681	2.993.641
Tổng nợ phải trả	68.139	0	1.288.982	435.573	913.530	38.156	2.744.379
Chênh lệch	**27.208**	**49.054**	**−219.189**	**255.072**	**16.591**	**120.526**	**249.262**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 thuyết minh chi phí lãi và bảng kỳ định lại lãi suất (TM25.1).

LDR riêng lẻ (AAS tính, %)	30/9/2026	30/6/2026	31/12/2025	Trần
Cho vay / tiền gửi KH (thô)	109,5%	110,0%	110,3%	–
Thông tư 22 (đang áp dụng)	**84,7%**	**82,6%**	**83,9%**	**85%**
Thông tư 22, bỏ tiền gửi TCTD khỏi mẫu số (tham khảo)	101,3%	100,6%	101,1%	–
Thông tư 50, có TP ≥ 5 năm làm vốn cấp 2	97,7%	98,4%	99,6%	95% (từ 10/2028)

LDR riêng lẻ (AAS tính, %)	30/9/2026	30/6/2026	31/12/2025	Trần
Thông tư 50, không tính TP cấp 2	100,1%	101,0%	102,3%	95% (từ 10/2028)

Nguồn: BCTC riêng lẻ Q3/2026 và 6T/2026; AAS tính, không phải số công bố. Vay nước ngoài lấy bằng vay TCTD bằng ngoại tệ; trái phiếu ghi sổ ≥ 5 năm suy là trái phiếu cấp 2; tỷ lệ Kho bạc tính vào TT22 tại 30/9 giữ 20% như 30/6 (giả định). Thông tư 50 bắt buộc từ 01/10/2028.

DỮ KIỆN
Tiền gửi không kỳ hạn bằng VND của TCTD giảm 168 → 90 nghìn tỷ; chứng chỉ tiền gửi 87 → 70 nghìn tỷ; Kho bạc 184 → 173 nghìn tỷ; vay NHNN 8,4 → 0,3 nghìn tỷ.

GIẢI THÍCH
Tiền gửi khách hàng tăng 53 nghìn tỷ nhưng các nguồn bán buôn rút ra gần bằng. Thông tư 22 cộng tiền gửi TCTD và chứng chỉ tiền gửi vào mẫu số, nên LDR tăng 2 điểm dù dư nợ chỉ tăng 2,3%.

HÀM Ý
Dư địa cho vay thêm theo TT22 tại 30/9 chỉ ≈ 7 nghìn tỷ nếu mẫu số không đổi. Muốn tăng tín dụng Q4 theo mùa vụ, CTG phải huy động thêm (lãi suất huy động khó giảm mạnh dù có chỉ đạo) hoặc phát hành giấy tờ có giá.

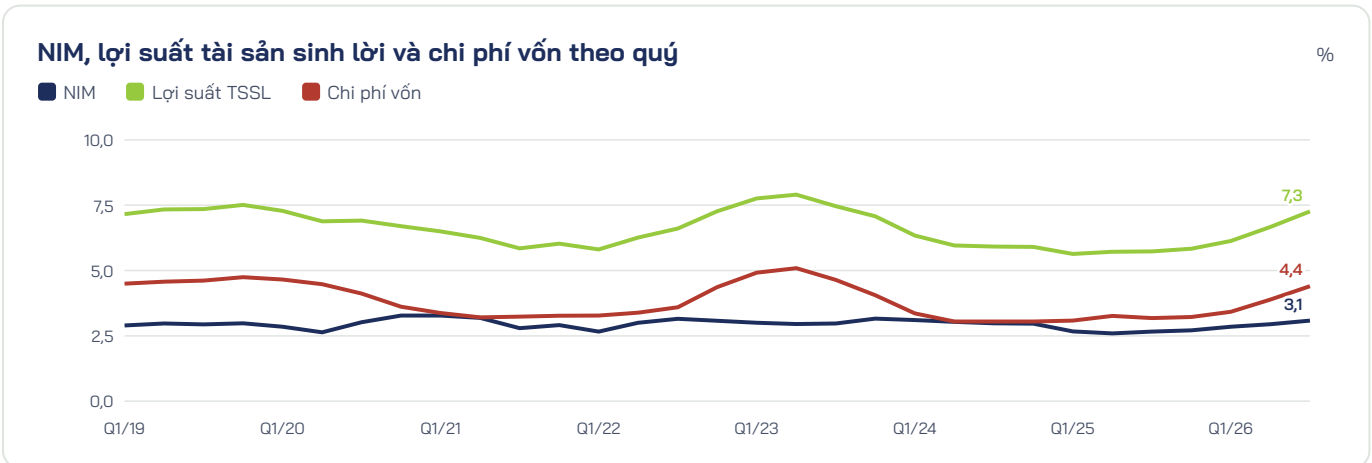
CHƯA CHẮC CHẮN
Tỷ lệ tính Kho bạc vào mẫu số tại 30/9 là giả định; LDR công bố có thể khác do cách tính vay nước ngoài. Cần BCTC năm hoặc công bố của NHNN.

4 NIM: 3,08% ở Q3, tăng 0,13 điểm so Q2; khung định lại ngắn làm CTG nhạy với chỉ đạo giảm lãi suất cho vay

TSSL 30/9/2026 (tỷ đồng)	Giá trị
Tổng tài sản gộp	2.993.641
– không chịu lãi	–95.347
– tiền gửi NHNN	–15.047
– quá hạn > 3 tháng	–25.991
– quá hạn ≤ 3 tháng	–23.063
Tài sản sinh lời	**2.834.193**
Tổng nợ phải trả	2.744.379
– nợ không chịu lãi	–68.139
Nợ chịu lãi	**2.676.240**
Nợ chịu lãi / TSSL	94,4%

Q3/2026 so với	Q3/25	Q2/26	Q4/25
ΔNII (tỷ đồng)	**+4.640**	**+1.085**	**+3.856**
do quy mô TSSL	+1.663	+136	+1.255
do NIM	+2.977	+949	+2.601
NIM (%)	2,66 → 3,08	2,95 → 3,08	2,71 → 3,08
ΔNIM (điểm %)	**+0,42**	**+0,13**	**+0,37**
lợi suất cho vay	+1,41	+0,38	+1,27
cơ cấu tài sản	–0,02	+0,06	–0,02
lợi suất TS khác	+0,15	+0,15	+0,18
chi phí vốn	–1,18	–0,49	–1,14
tỷ trọng nợ chịu lãi	+0,07	+0,03	+0,08

Nguồn: bảng kỳ định lại lãi suất 30/9/2026 (TM25.1); AAS tính. TSSL không gồm tiền mặt, tiền gửi NHNN, góp vốn, TSCĐ, tài sản Có khác, nợ quá hạn. Phân rã: ΔNIM = Δlợi suất – Δchi phí vốn × tỷ trọng nợ chịu lãi – chi phí vốn × Δtỷ trọng.



Nguồn: kho AAS, AAS tính. Mẫu số theo bảng kỳ định lại lãi suất từ 2015; Q3/2026 trừ tiền gửi NHNN.

Đo được: so với Q2, lợi suất cho vay đóng góp 0,38 điểm, chi phí vốn lấy lại 0,49 điểm; NII tăng 1.085 tỷ, gần hết do NIM. **Suy luận:** báo cáo 12/10 cho rằng NIM sẽ chịu áp lực trước khi lợi suất theo kịp; Q3 cho thấy điều ngược lại vì 61% dư nợ là ngắn hạn. Cùng lý do đó, khi lãi suất cho vay bị yêu cầu giảm, NIM giảm nhanh: chênh lệch định lại lũy kế đến 12 tháng đã chuyển từ −19,8 sang +52,5 nghìn tỷ.

5 Chất lượng tài sản: nợ xấu 1,20%, bao phủ hồi lên 160% nhờ trích mà chưa xóa; nhóm 2 tăng là tín hiệu cần theo dõi

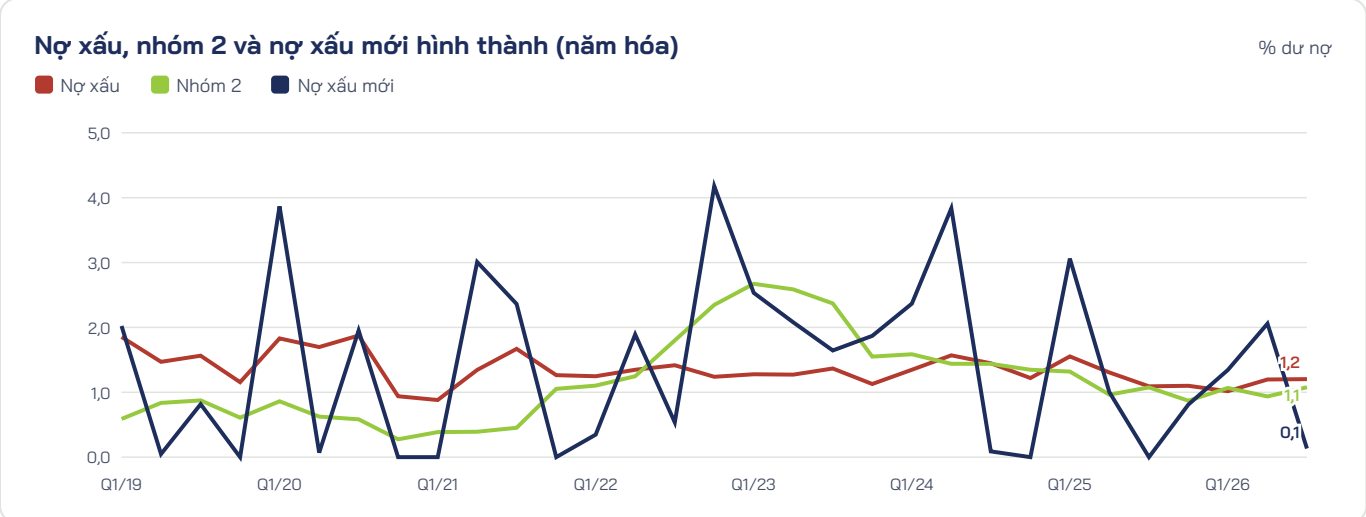
Nhóm nợ (tỷ đồng)	30/9/2026	% dư nợ	30/6/2026	% dư nợ	31/12/2025	% dư nợ
Nợ đủ tiêu chuẩn	2.092.614	97,72%	2.048.065	97,87%	1.953.011	98,03%
Nợ cần chú ý	23.063	1,08%	19.564	0,93%	17.346	0,87%
Nợ dưới tiêu chuẩn	7.523	0,35%	5.005	0,24%	1.491	0,07%
Nợ nghi ngờ	2.957	0,14%	4.464	0,21%	578	0,03%
Nợ có khả năng mất vốn	15.301	0,71%	15.611	0,75%	19.847	1,00%
Nợ xấu (nhóm 3–5)	**25.781**	**1,20%**	**25.079**	**1,20%**	**21.916**	**1,10%**
Dự phòng cho vay	41.353		33.594		34.810	
Bao phủ nợ xấu	**160%**		**134%**		**159%**	

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM7, TM8; BCTC soát xét 6T/2026.

Cầu nối nợ xấu	Q3/2026	9T/2026
Nợ xấu đầu kỳ	25.079	21.916
Xử lý bằng dự phòng	−5	−14.195
Nợ xấu mới hình thành ròng (suy ra)	**707**	**18.060**
Nợ xấu cuối kỳ	25.781	25.781

Cầu nối dự phòng	Q3/2026	9T/2026
Dự phòng đầu kỳ	33.594	34.810
Trích lập (chung + cụ thể)	7.763	20.737
Sử dụng xử lý nợ	−5	−14.195
Dự phòng cuối kỳ	**41.353**	**41.353**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 TM8; AAS tính. Nợ xấu mới hình thành = Δ nợ xấu + xử lý bằng dự phòng.



Nguồn: kho AAS, AAS tính. Xóa nợ trước 2020 quy đổi từ số năm theo tỷ trọng quý 2022–2025.

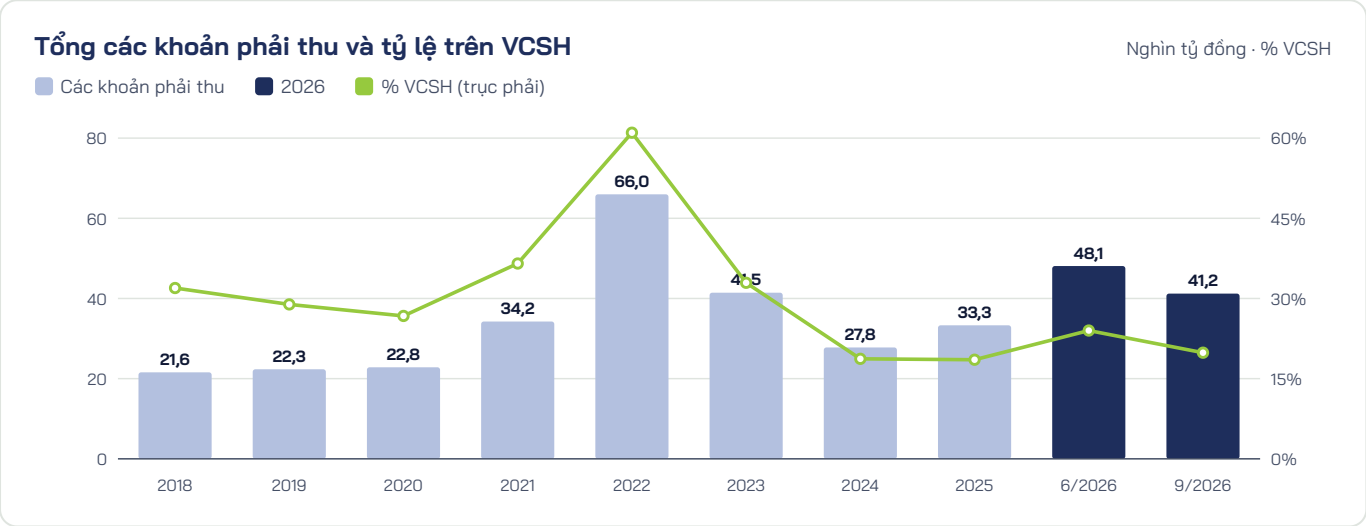
DỮ KIỆN
Q3: trích 7.763 tỷ dự phòng, xử lý 4,8 tỷ; nhóm 3 5.005 → 7.523 tỷ, nhóm 4 4.464 → 2.957 tỷ, nhóm 5 15.611 → 15.301 tỷ; nhóm 2 +3.499 tỷ.

GIẢI THÍCH
Ngân hàng tăng trích lập (giải trình TM24: "tạo bộ đệm dự phòng, hỗ trợ công tác xử lý nợ") nhưng chưa dùng dự phòng để xóa nhóm 5. Nợ xấu mới hình thành Q3 rất thấp vì nhóm 4 giảm (nhiều khả năng chuyển ngược hoặc thu hồi), bù cho nhóm 3 tăng.

HÀM Ý
Dự phòng 1,93% dư nợ là đệm cho Q4: CTG thường xử lý nợ cuối năm. Nếu xóa toàn bộ 15,3 nghìn tỷ nhóm 5 bằng dự phòng, tỷ lệ bao phủ vẫn cao nhưng đệm dự phòng chỉ còn ≈ 1,23% dư nợ, thấp hơn mức 1,75% đầu năm.

CHƯA CHẮC CHẮN
BCTC quý không có nợ xấu theo ngành, nợ cơ cấu lại, tài sản bảo đảm; chưa biết nhóm 2 tăng thuộc khách hàng nào.

Tài sản Có khác: các khoản phải thu giảm trong Q3, vẫn chưa có thuyết minh chi tiết



- **Hiện tại:** tổng các khoản phải thu 41,2 nghìn tỷ (20% VCSH), giảm 6,9 nghìn tỷ trong Q3; tỷ lệ trên VCSH cao thứ 13/27 ngân hàng (trung vị 16%).
- **Ước tính:** nếu XDCB, mua sắm TSCĐ và phải thu nội bộ giữ như 30/6 (7,5 nghìn tỷ), phải thu bên ngoài ≈ 33,7 nghìn tỷ (30/6: 40,6). Nếu dự án VietinBank Tower trong XDCB đã được bán, phần bên ngoài sẽ cao hơn ước tính.
- **Cần kiểm tra:** thuyết minh tài sản Có khác trong BCTC kiểm toán 2026 — phải thu bên ngoài gồm khoản gì, có phải cấp tín dụng dạng phải thu không.

6 Thu nhập ngoài lãi và CIR: dịch vụ +43% trong 9T; thu nhập khác và chi phí khác gộp tăng đột biến ở Q3, thuần gần như đi ngang

Tỷ đồng	9T/2026	9T/2025	Tăng	Lặp lại?
Lãi thuần dịch vụ	6.602	4.632	+43%	Có
Ngoại hối	3.180	2.565	+24%	Phần lớn
Chứng khoán kinh doanh	26	667	−96%	Không
Chứng khoán đầu tư	445	136	+227%	Không (390 tỷ hoàn nhập dự phòng)
Hoạt động khác (thuần)	7.705	7.007	+10%	Một phần (thu nợ đã xử lý 6.827 tỷ)
thu nhập khác (gộp)	13.560	8.076	+68%	Chưa đủ dữ liệu
chi phí khác (gộp)	5.856	1.069	+448%	Chưa đủ dữ liệu
Góp vốn, mua cổ phần	252	369	−32%	Có

Tỷ đồng	9T/2026	9T/2025	Tăng	Lặp lại?
Thu nhập ngoài lãi	**18.209**	**15.377**	**+18%**	

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 KQKD, thuyết minh lãi/lỗ chứng khoán đầu tư, LCTT dòng 06; AAS phân loại. BCTC quý không có thuyết minh dịch vụ, ngoại hối, hoạt động khác.

Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	9T/2026	9T/2025	Tăng
Chi phí nhân viên	11.844	10.246	+15,6%
Chi về tài sản	2.363	2.129	+11,0%
Chi quản lý công vụ	4.441	3.939	+12,8%
Phí bảo hiểm tiền gửi	969	922	+5,2%
Dự phòng khác	166	132	+25,8%
Tổng chi phí hoạt động	**19.802**	**17.388**	**+13,9%**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 thuyết minh chi phí hoạt động.

DỮ KIỆN
Q3: thu nhập khác 8.170 tỷ (Q3/25: 3.290), chi phí khác 5.058 tỷ (Q3/25: 458); thu nợ đã xử lý Q3 2.124 tỷ; LCTT thu thanh lý TSCĐ Q3 2.523 tỷ. Bản riêng lẻ có cùng khoản.

GIẢI THÍCH
Một giao dịch lớn có thể đã được ghi gộp: thu ở thu nhập khác, giá vốn hoặc chi phí đi kèm ở chi phí khác. Thu nhập khác ngoài thu nợ đã xử lý ≈ 6.046 tỷ.

HÀM Ý
Lãi thuần hoạt động khác Q3 3.112 tỷ, chỉ hơn cùng kỳ 281 tỷ: không làm đổi đánh giá lợi nhuận. AAS không loại khoản này khỏi LNTT điều chỉnh vì phần ròng nhỏ.

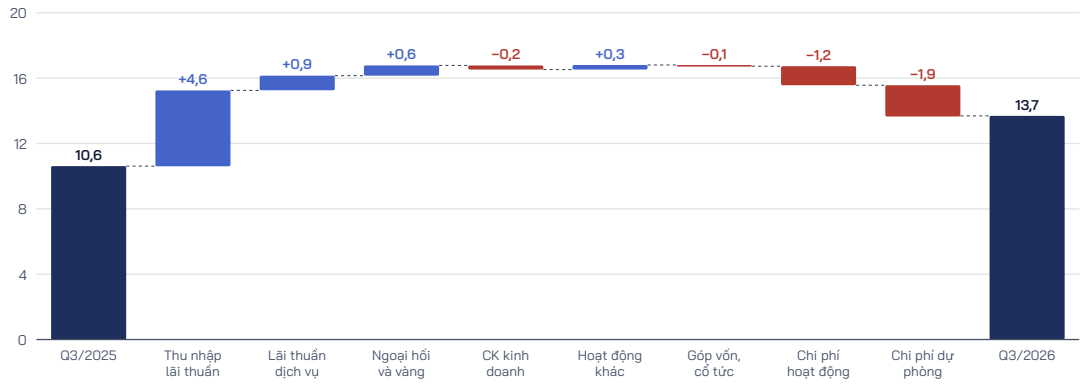
CHƯA CHẮC CHẮN
Chưa đủ dữ liệu: BCTC quý không có thuyết minh hoạt động khác và TSCĐ. Giả thuyết cần kiểm tra ở BCTC năm 2026 (bản chất tài sản thanh lý, có liên quan VietinBank Tower hay không).

Chi phí nhân viên 9T +16%; chi phí hoạt động Q4 thường cao ~1,45 lần trung bình Q1–Q3 (10/11 năm), đã đưa vào dự báo. Q3 trích 229 tỷ dự phòng khác trong chi phí hoạt động.

7 Chất lượng lợi nhuận: LNTT 9T điều chỉnh vẫn +32%; Q3 không còn dựa vào giảm bao phủ

Cầu nối LNTT Q3/2025 → Q3/2026

Nghìn tỷ đồng



Nguồn: kho AAS; AAS tính.

LNTT điều chỉnh (tỷ đồng)	9T/2026	so 9T/2025
LNTT báo cáo 9T/2026	39.557	
Trừ: hoàn nhập dự phòng CK đầu tư (một lần)	−390	

LNTT điều chỉnh (tỷ đồng)	9T/2026	so 9T/2025
Trừ: thu nợ đã xử lý vượt mức 9T/2025	−53	
Trừ: dự phòng cần thêm để giữ bao phủ 158,8% như đầu năm	0	
LNTT điều chỉnh	**39.114**	**+32,4%**

Nguồn: AAS tính. Các điều chỉnh là phép thử, không phải số công bố.

Ở báo cáo 6T, giữ bao phủ như đầu năm làm LNTT gần như đi ngang. Sau Q3, bao phủ đã vượt mức đầu năm nên phép thử này không còn trừ gì; điều chỉnh chỉ còn hoàn nhập dự phòng chứng khoán đầu tư 390 tỷ. LNST cổ đông mẹ 9T 31.492 tỷ, lợi ích cổ đông không kiểm soát 123 tỷ; thuế suất hiệu dụng 20,1%.

VietinBank Tower: chưa có công bố ký

Tình trạng VietinBank Tower	Dữ kiện	Ảnh hưởng đến giá và lãi
Quyền sử dụng đất	Đất thuê lại của liên doanh Nam Thăng Long (Ciputra), hợp đồng 02/02/2008: 29.923 m², 38 năm, 849 tỷ	Hết hạn ~2046; bên mua chỉ còn ~20 năm
Nguyên tắc giá	Theo thị trường, không thấp hơn giá thẩm định và giá trị đã đầu tư	Có giá sàn, khó lỗ trên sổ
Tiến độ	Dự kiến ký 08/2026; đến 07/11/2026 AAS chưa thấy công bố ký. BCTC Q3 không có thuyết minh sự kiện sau kỳ	Ghi nhận trong Q4 khoảng 50/50
Dấu vết trong BCTC Q3	LCTT 9T: thu thanh lý TSCĐ 2.525 tỷ (6T: 2,1), chi thanh lý 240 tỷ; thu nhập khác Q3 8.170 tỷ, chi phí khác 5.058 tỷ	Chưa đủ dữ liệu để gắn với VietinBank Tower: dự án nằm ở XDCB dở dang, không phải TSCĐ; cần BCTC năm
Thuê lại tháp 68 tầng	Phương án 2018: bán toàn bộ, thuê lại tháp 68 tầng làm trụ sở, mua lại khi hết hạn thuê	Nếu là thuê tài chính (VAS 06): lãi phần tháp 68 tầng phân bổ dần

Nguồn: công bố của VietinBank tại ĐHĐCĐ 2026 và họp nhà đầu tư 08/2026, thông tin báo chí đến 07/11/2026, BCTC hợp nhất 6T và Q3/2026. Chưa đối chiếu văn bản phê duyệt gốc.

Kịch bản chuyển nhượng VietinBank Tower	Giá bán	Lãi trước thuế*	Lãi sau thuế	đ/CP
Thấp — giá sàn (≈ chi phí đã đầu tư)	6.050	300 (−308–1.050)	240	31
Cơ sở — giá ≈ tổng mức đầu tư 10,3 nghìn tỷ	**10.267**	**4.517 (3.909–5.267)**	**3.614**	**465**
Cao — bên mua được giao lại đất 50 năm, đổi công năng	12.000	6.250 (5.642–7.000)	5.000	644

Nguồn: AAS ước tính (giữ như báo cáo 12/10). *Giá vốn trên sổ 5,0–6,4 nghìn tỷ (XDCB dở dang khu vực miền Bắc 30/6/2026 5.509 tỷ), cột chính dùng mức giữa. Thuế TNDN 20%.

8 Vốn và sinh lời: ROE ~21%, VCSH/tổng tài sản 7,0%; CAR khoảng 10%, cổ tức cổ phiếu 2025 chưa phát hành

Chỉ tiêu	Giá trị	Nguồn
ROE Q3/2026 (×4)	21,4%	AAS tính

Chỉ tiêu	Giá trị	Nguồn
ROA Q3/2026 (×4)	1,47%	AAS tính
VCSH / tổng tài sản	7,03%	BCĐKT 30/9/2026
ROE 2023 / 2024 / 2025	17,1% / 18,5% / 21,2%	AAS tính
CAR 31/12/2025	≈ 10% (không rõ riêng lẻ/hợp nhất)	Biên bản ĐHĐCĐ 2026
Trái phiếu cấp 2: phát hành / mua lại 9T/2026	2.221 / 3.000 tỷ	LCTT 9T/2026
Cổ tức 2025	tiền 4,5% (đã trả, 3.495 tỷ) + cổ phiếu ~20,87% (chưa phát hành tại 30/9)	LCTT, BCĐKT Q3/2026
Kế hoạch 2026	LNST riêng lẻ 34.080 tỷ, ROE 17,95%, nợ xấu ≤ 1,8%	NQ 30/NQ-ĐHĐCĐ 24/04/2026

Nguồn: BCTN 2025, tài liệu ĐHĐCĐ 2026, BCTC; AAS tính. CAR không được công bố trong BCTC; AAS không mô phỏng CAR.

LNST riêng lẻ 9T 30.623 tỷ, đạt ≈ 90% kế hoạch năm. Trái phiếu dài hạn mua lại nhiều hơn phát hành trong 9T, trong khi tài sản tăng: vốn cấp 2 không tăng theo quy mô.

9 So sánh: NIM và ROE thuộc nhóm đầu, CIR thấp nhất, bao phủ chỉ sau VCB; tiền gửi không kỳ hạn và VCSH/tổng tài sản thấp

Q3/2026 (%, ×4)	CTG	VCB	BID	MBB	TCB	VPB	ACB	HDB	STB	LPB
NIM	3,08	3,15	2,12	4,23	4,09	4,96	3,19	3,85	2,35	2,59
CIR	25,1	31,6	34,4	26,2	31,9	21,8	31,2	24,8	27,4	20,7
Chi phí tín dụng	1,47	1,38	0,73	1,67	0,43	2,10	0,49	1,96	3,43	1,64
Nợ xấu	1,20	0,71	1,85	1,67	1,27	3,12	1,19	3,42	7,33	1,87
Nhóm 2	1,08	0,28	1,54	1,32	0,88	3,56	0,93	3,86	2,53	1,37
Bao phủ	160	243	73	85	107	54	91	46	35	63
ROE	21,3	14,4	16,8	20,5	16,9	18,3	18,5	17,1	8,5	31,8
ROA	1,47	1,35	0,98	1,85	2,57	2,28	1,73	1,49	0,55	2,18
Không kỳ hạn / tiền gửi	22,7	31,8	19,9	32,8	31,0	12,3	19,3	7,6	19,0	6,5
VCSH / tổng TS	7,0	9,5	5,8	8,9	15,0	12,4	9,4	8,3	6,1	6,7
Dư nợ 9T	7,5	8,5	8,0	18,8	13,1	28,4	11,5	31,8	11,8	22,9
LNTT Q3 so cùng kỳ (%)	+29,0	−0,2	+39,3	+42,5	+25,8	+20,3	+9,2	+9,3	−51,9	+29,0

Nguồn: kho AAS (BCTC hợp nhất Q3/2026), cùng định nghĩa cho mọi ngân hàng; NIM trên TSSL theo bảng kỳ định lại Q3/2026 (bản chép của AAS, trừ tiền gửi NHNN).

Điểm mạnh

- CIR 25% thuộc nhóm thấp nhất
- NIM 3,08%, ROE 21% cao hơn VCB, BID
- Bao phủ 160%, chỉ sau VCB

Rủi ro

- LDR TT22 ≈ 84,7%, sát trần
- VCSH/tổng TS 7,0%, CAR ≈ 10%
- Nhóm 2 +18% trong Q3

10 Dự báo: LNTT Q4/2026 ≈ 13,7 nghìn tỷ, Q1/2027 ≈ 14,3 nghìn tỷ; cả năm 2026 ≈ 53,3 nghìn tỷ (+23%)

LNTT (tỷ đồng)	Q4/2026F	Q1/2027F	Năm 2026F
Cơ sở	**13.728**	**14.282**	**53.285**
Dải 80%	10.601–20.110	11.039–19.265	50.158–59.666
Kịch bản thấp	8.234	12.792	47.791
Kịch bản cao	15.515	18.391	55.071
Cùng kỳ	13.909	11.139	43.444
Tăng trưởng (cơ sở)	−1,3%	+28,2%	+22,7%
Cơ sở trước điều chỉnh CV 9736	14.277	14.874	53.834
LNST cổ đông mẹ (cơ sở)			42.378
Nếu ghi nhận lãi VietinBank Tower (cơ sở, Q4)	18.245		57.802

Nguồn: AAS dự báo, đã trừ tác động chỉ đạo giảm lãi suất (cơ sở ↔ cơ sở, thấp ↔ tiêu cực, cao ↔ tích cực). Kịch bản thấp: tín dụng +12%, NIM −0,10 điểm, thu nợ đã xử lý Q4 về nền, dự phòng Q4 không giảm mùa vụ; cao: tín dụng +18%, NIM +0,05 điểm. Lãi VietinBank Tower không nằm trong cơ sở.

Chỉ đạo giảm lãi suất (CV 9736/NHNN-CSTT 21/10/2026)

Chỉ đạo giảm lãi suất (CV 9736, tỷ đồng)	Cơ sở	Tiêu cực	Tích cực
NII Q4/2026	−549	−1.096	−186
NII Q1/2027	−592	−1.887	372
NII 12 tháng	−2.325	−6.757	931
NIM Q4 (điểm cơ bản)	−7,7	−15,4	−2,6
Q4 cơ sở: mất phía cho vay / bù phía huy động	−850 / +300		

Nguồn: nghiên cứu độ nhạy NII nhóm ngân hàng của AAS (05/11/2026), tính trên bảng kỳ định lại và thanh khoản BCTC Q3/2026. Giả định, không phải số công bố. Q1/2027 = (12 tháng − Q4)/3.

Độ nhạy LNTT Q4/2026 (tỷ đồng)	±
NIM ±0,10 điểm	715
Chi phí tín dụng ±0,10 điểm	545
TSSL ±1%	207
Thu nhập ngoài lãi ±10%	636

Độ nhạy LNTT Q4/2026 (tỷ đồng)	±
Chi phí hoạt động ±5%	554
Thu nợ đã xử lý Q4 về nền Q1–Q3/2025	752
Lãi suất cho vay −10 điểm cơ bản	117
Lãi suất huy động −10 điểm cơ bản (bù lại)	60

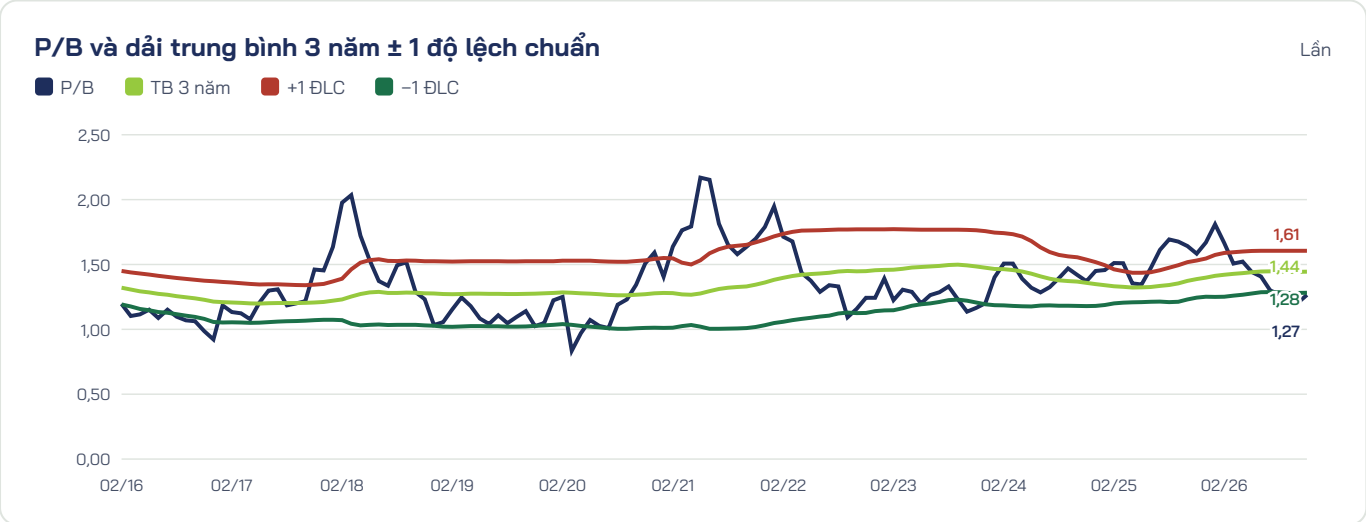
Nguồn: AAS tính trên Q4/2026.

LNTT Q4/2026 cơ sở thấp hơn Q4/2025 vì Q4/2025 gần như không trích dự phòng (351 tỷ) và NII Q4 mất ≈ 549 tỷ do giảm lãi suất. Dự báo giả định dự phòng Q4 theo mùa vụ (≈ 1.887 tỷ). Nếu CTG xử lý nhóm 5 bằng dự phòng thì dự phòng Q4 không cần tăng; nếu nhóm 2 chuyển thành nợ xấu, dự phòng Q4 sẽ không giảm như mọi năm (kịch bản thấp 8.234 tỷ).

11 Định giá: P/B 1,20x và P/E 5,8x đều dưới −1,5 độ lệch chuẩn 3 năm; quy tắc z P/E thắng mua và giữ ở 80% biến thể

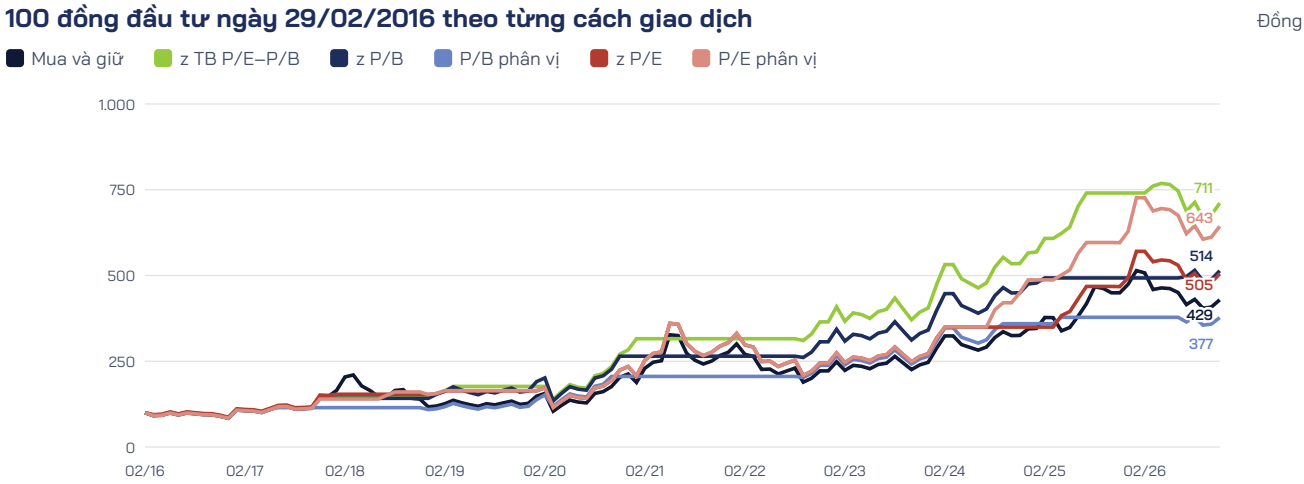
Định giá (06/11/2026)	Hiện tại	Trung vị 3 năm	Phân vị 25–75% (3 năm)	z-score (750 phiên)	Trung vị từ 2016
P/E (LNST mẹ 4 quý đến Q3/2026)	5,8x	8,7x	7,9–9,2x	−2,36	9,8x
P/B (VCSH cổ đông mẹ 30/9/2026)	**1,20x**	**1,42x**	**1,35–1,54x**	**−1,51**	**1,31x**
z trung bình P/E–P/B				−1,94	

Nguồn: giá cổ phiếu đã điều chỉnh của AAS, kho AAS; AAS tính. Giá gốc dựng ngược qua cổ tức cổ phiếu 29,07% (07/2021), 11,74% (11/2023), 44,64% (12/2025) và cổ tức tiền; đối chiếu bước nhảy vốn điều lệ 37.234 → 48.058 → 53.700 → 77.669 tỷ. Số CP = vốn điều lệ cuối quý / 10.000 × đợt chia chưa vào BCTC (hiện 7,767 tỷ CP). VCSH cổ đông mẹ, LNST cổ đông mẹ 4 quý hợp nhất; BCTC dùng sau 45 ngày kể từ cuối quý; cổ tức tiền 450 đ/CP (GDKHQ 23/07/2026). Bảng định giá dùng BCTC Q3/2026 (công bố 30/10/2026); z-score so với trung bình, độ lệch chuẩn 750 phiên của chuỗi backtest (BCTC dùng sau 45 ngày).

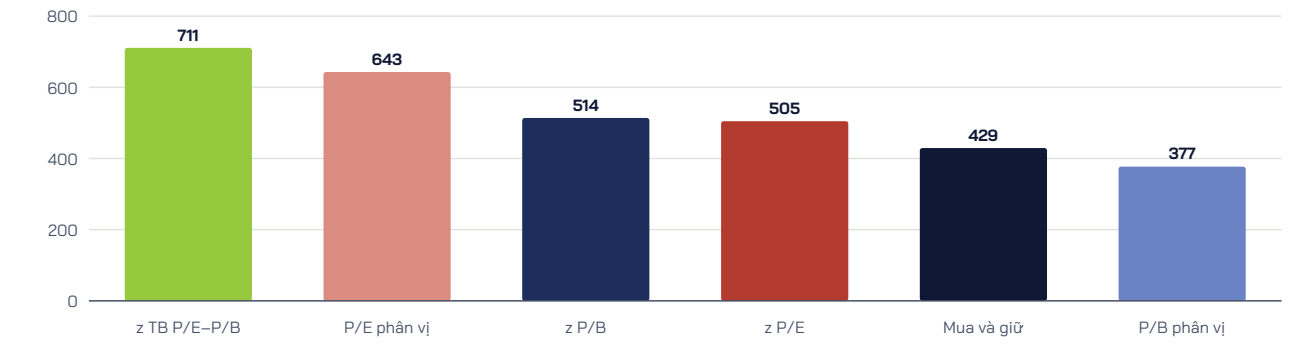


Nguồn: AAS tính, số cuối tháng.

100 đồng đầu tư ngày 29/02/2016 theo từng cách giao dịch



Ngày 06/11/2026, 100 đồng ban đầu còn lại bao nhiêu



Nguồn: AAS backtest. Giá điều chỉnh (gồm cổ tức), tín hiệu đóng cửa phiên t, khớp đóng cửa phiên t+1, phí 0,4% mỗi chiều; tiền chờ không sinh lãi. Quy tắc định trước khi xem kết quả; bắt đầu khi z-score đủ 250 phiên.

100 đồng mua và giữ từ 29/02/2016 thành 429 đồng (+14,6%/năm), sụt tối đa 54%. Quy tắc z P/E (mua khi P/E thấp hơn trung bình 3 năm 1 độ lệch chuẩn, bán khi cao hơn 1 độ lệch chuẩn) đạt 505 đồng với 6 lệnh; quy tắc z trung bình P/E–P/B đạt 711 đồng, sụt tối đa chỉ 23%. Cả năm quy tắc hiện đều đang nắm giữ. Lợi suất 250 phiên tới cao nhất ở nhóm z thấp nhất (P/E $z \le -1{,}5$: +58%; P/B: +55%) và âm ở nhóm $z > +1{,}5$. Hiện z P/E −2,36, z P/B −1,51.

Giá trị hợp lý và biên an toàn

AAS định giá CTG theo hai cách và lấy trung bình: (1) P/B tương xứng với ROE bền vững, (2) P/E trên lợi nhuận 2026F. Chi phí vốn chủ sở hữu (COE) 12,8% = lợi suất TPCP 10 năm 4,53% (phiên mới nhất trong kho) + beta 1,1 × phần bù rủi ro thị trường 7,5%; beta tuần của CTG so với VN-Index 1,07–1,28 tùy giai đoạn. Tăng trưởng dài hạn g 7%. ROE bền vững 18,5%: bằng ROE 2024, thấp hơn 2025 (21,2%) và 2026F (21,4%) vì nợ xấu mới hình thành 9T/2026 vẫn ở mức ~1,2%/năm, chỉ đạo giảm lãi suất (CV 9736) làm NIM 2027 thấp hơn, CAR mỏng và VCSH tăng nhanh khi giữ lại lợi nhuận bằng cổ tức cổ phiếu.

Giá trị hợp lý (nghìn đồng/CP)	Giả định chính	Giá trị
PP1. P/B theo ROE bền vững	P/B = (ROE − g)/(COE − g) = (18,5% − 7%)/(12,8% − 7%) = 1,99x × BVPS 2026F 27.950 đ	55,6
PP2. P/E	EPS 2026F 5.460 đ × 7,3x (TB 3 năm − 1 độ lệch chuẩn)	39,8
Giá trị hợp lý (50/50)		**47,7**
Giá 06/11/2026		31,9

Giá trị hợp lý (nghìn đồng/CP)	Giả định chính	Giá trị
Biên an toàn = 1 – giá / giá trị hợp lý		**33%**
Tham chiếu: P/B lịch sử z = –1 / z = 0 (không lấy trọng số)	P/B CTG 1,3–1,5x trong 3 năm	35,8 / 40,4

Kịch bản giá trị	ROE bền vững	COE	P/E	Giá trị (nghìn đ)	So với giá
Thấp	16,0%	14,0%	6,2x	34,9	+10%
Cơ sở	**18,5%**	**12,8%**	**7,3x**	**47,7**	**+50%**
Cao	21,0%	11,5%	8,4x	66,3	+108%

Nguồn: AAS tính. COE, g, ROE bền vững, beta, phần bù rủi ro là giả định; lợi suất TPCP: kho AAS (bond_gbond_yield_curve). BVPS 2026F = VCSH mẹ 30/9/2026 + LNST mẹ dự báo Q4 (đã trừ tác động CV 9736, không gồm lãi chuyển nhượng VietinBank Tower), đã trừ cổ tức tiền 450 đ/CP. Giá trị tham chiếu cuối 2026, chưa chiết khấu về hiện tại.

Biên an toàn: giá 31,9 nghìn đồng thấp hơn giá trị hợp lý cơ sở 33% và thấp hơn giá trị kịch bản thấp (34,9: ROE 16%, COE 14%). Giá hiện tại hàm ý ROE bền vững chỉ khoảng **13,6%** (với COE 12,8%), trong khi ROE 2023–2025 của CTG là 17,1–21,2%. Phần chiết khấu phản ánh: nhóm 2 tăng 33% trong 9 tháng, chỉ đạo giảm lãi suất cho vay, các khoản phải thu ~41 nghìn tỷ chưa thuyết minh, LDR theo Thông tư 22 sát trần 85% và theo Thông tư 50 trên 95% và tỷ lệ tự do chuyển nhượng chỉ khoảng 15% (Nhà nước 64,5%, MUFG 19,7%).

Mốc z P/B = –1 theo BVPS 2026F là 35,8 nghìn đồng: đây là **ngưỡng trên của vùng mua**, không phải giá chờ mua; giá hiện tại nằm dưới mốc này.

Vùng giá theo P/B

Vùng (z P/B 3 năm)	P/B	Giá, BVPS hiện tại	Giá, BVPS 2026F	Hành động	LS 250 phiên*
z ≤ –1 (hiện tại)	**≤ 1,28x**	**≤ 34,0**	**≤ 35,8**	**Mua thêm**	**+38%**
–1 < z ≤ 0	1,28–1,44x	34,0–38,3	35,8–40,4	Tích lũy từng phần	+28%
0 < z ≤ +1	1,44–1,61x	38,3–42,6	40,4–44,9	Nắm giữ, không mua đuổi	+2%
z > +1	> 1,61x	> 42,6	> 44,9	Chốt lời từng phần	–14%

Nguồn: AAS. BVPS hiện tại = 26.545 đồng (VCSH cổ đông mẹ 30/9/2026 / 7,767 tỷ CP); BVPS 2026F = 27.950 đồng (cộng LNST mẹ dự báo Q4). Dải P/B trượt 750 phiên. Giá: nghìn đồng. Cổ tức cổ phiếu 2025 (~20,87%, ĐHĐCĐ đã duyệt, chờ cơ quan nhà nước chấp thuận) không đổi P/B nhưng chia nhỏ giá và BVPS theo cùng tỷ lệ.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: MUA

MUA. Giá 31,9 nghìn đồng (06/11/2026), giá trị hợp lý cơ sở 47,7 nghìn đồng (dải 34,9–66,3), **biên an toàn 33%**. P/B 1,20x (z –1,51), P/E 5,8x (z –2,36). Vùng mua: dưới 35,8 nghìn đồng (giá hiện tại đã nằm trong vùng); tích lũy đến 40,4; nắm giữ trong 40,4–44,9; chốt lời từng phần trên 44,9. Rủi ro định giá: kiểm tra sức chịu đựng (mất 20% phải thu bên ngoài ước tính; bao phủ đã trên mức đầu năm) làm VCSH giảm khoảng 2,6%, giá vẫn dưới giá trị kịch bản thấp. Tỷ trọng nên vừa phải vì CAR chỉ khoảng 10% (31/12/2025, ĐHĐCĐ), LDR theo Thông tư 22 đã sát trần 85% tại 30/9 và theo Thông tư 50 trên 95%, nên dư địa tăng tín dụng Q4 phụ thuộc vào huy động.

F Kết luận: sinh lời tốt và đệm dự phòng đã dày lại; nguồn vốn và giảm lãi suất giới hạn tăng trưởng Q4–2027; định giá vẫn chiết khấu sâu

Mảng	Kết luận	Độ tin cậy
Tăng trưởng	Dư nợ +7,5% 9T; LNTT 9T +34%, 2026F +23%	Cao
Sinh lời	ROE ~21%, NIM 3,08%, CIR 25%; NIM Q4 giảm ≈ 8 điểm cơ bản do CV 9736	Cao
Chất lượng tài sản	Nợ xấu 1,20%, bao phủ 160%, nhóm 2 1,08% và đang tăng; phải thu 41 nghìn tỷ chưa thuyết minh	Trung bình
Nguồn vốn	Không kỳ hạn 23%; LDR TT22 ≈ 84,7%, TT50 ≈ 100%	Trung bình
Vốn tự có	CAR ≈ 10%; cổ tức cổ phiếu ~20,87% chưa phát hành	Thấp (CAR không công bố trong BCTC)

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CHỈ BÁO THEO DÕI QUÝ TỚI

- **Nhóm 2 và nợ xấu Q4:** nhóm 2 trên 27 nghìn tỷ hoặc nợ xấu mới hình thành Q4 trên 6 nghìn tỷ → hạ dự báo 2027.
- **Xử lý nợ Q4:** xóa nhóm 5 bằng dự phòng là bình thường; theo dõi dự phòng/dư nợ (30/9: 1,93%). Dưới 1,2% trong khi nhóm 2 vẫn tăng → xem lại khuyến nghị.
- **Nguồn vốn:** tiền gửi của TCTD, chứng chỉ tiền gửi và LDR TT22; dư nợ cả năm tăng dưới 10% là dấu hiệu CTG bị giới hạn bởi LDR.
- **NIM Q4:** giảm quá 15 điểm cơ bản (kịch bản tiêu cực) → hạ dự báo.
- **VietinBank Tower và thu nhập khác:** thuyết minh hoạt động khác, TSCĐ trong BCTC năm 2026; cổ tức cổ phiếu ~20,87%; CAR công bố.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 07/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.